

CONTACT SOCIÉTÉ POST RÉSULTATS T3 2019

FORTE PROGRESSION DE LA MARGE BRUTE AU T3 2019

La société est parvenue à faire progresser sa marge brute de **+19,7%** au T3 2019 (IS: **+18,4%**), plus rapidement qu'un CA moins pertinent pour évaluer les performances du groupe (**+10,6%**). Grâce à une très bonne maîtrise des charges externes, la société publie un EBITDA ajusté très supérieur à notre attente (**411k€ vs 198k€ att**), qui démontre l'important levier dont dispose la société pour faire progresser sa rentabilité et crédibilise notre scénario à moyen terme (marge d'EBITDA ajusté de **11,6%** en 2021). Nos BNA sont revus en hausse de **+2,5%/+5,6%/+4,5%** sur 2019-21 et nous réitérons notre opinion à l'ACHAT, alors que la société démontre publication après publication la régularité de sa dynamique de croissance et que les contrats signés récemment améliorent la visibilité sur la dynamique 2020.

Matthieu Lavillunière, CFA
+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@invest-securities.com

Maxime Dubreil
+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Thibault Morel
+33 1 44 88 77 97
tmorel@invest-securities.com

Activité très dynamique au T3 2019

La société a publié un CA T3 2019 de 3,381m€ (+10,6%) vs 3,445m€ att par Invest Securities. Les trois divisions progressent : +18% sur la division SaaS, +14% sur SMS et +6% sur ICX. Cependant, l'indicateur le plus important sur Lleida n'est pas le CA mais la marge brute, du fait de la rentabilité très différente des trois divisions. La marge brute ressort à 1,707m€ (+19,7%), légèrement supérieure à notre attente de 1,688m€, grâce à un effet mix positif lié notamment à la progression de l'activité SaaS qui permet à la marge brute de progresser plus rapidement que le CA (+19,7% vs +10,6%).

Des charges très bien contenues qui montrent le levier sur la marge

L'EBITDA T3 publié est très supérieur à notre attente à 631k€ vs 474k€ att (411k€ vs 198k€ att une fois ajusté de la R&D capitalisée) du fait d'une excellente maîtrise des charges de services externes (345k€ vs 585k€ att). L'EBIT s'élève à 346k€ vs 184k€ att. Cette publication a ainsi le mérite de montrer l'important levier que la société peut obtenir sur sa rentabilité en restreignant ses charges (marge d'EBITDA ajusté en progression de +350pb à 12,2% au T3). Si cette marge ne se maintiendra pas à ces niveaux dans les prochains trimestres car la société va continuer d'investir pour soutenir sa croissance, cette publication crédibilise nos attentes sur 2021 (marge d'EBITDA ajusté de 11,6%).

BNA 2019-21 relevés de +2,5%/+5,6%/+4,5%

Nous révisons nos BNA en hausse de +2,5%/+5,6%/+4,5% pour prendre en compte la bonne maîtrise des charges externes sur 2019 et la forte dynamique de croissance de la marge brute (+10,1% sur 9 mois 2019) qui devrait se maintenir sur 2020-21 (+8,6%/+12,9% att). Notre valorisation par DCF est relevée à 1,34€ vs 1,27€ att. Nous réitérons notre recommandation à l'ACHAT, alors que le groupe confirme une nouvelle fois la régularité de sa dynamique de croissance, qui sera soutenue en 2020 par les nombreux contrats signés récemment (The Professional Courier à Dubai et BNP Paribas Pologne pour la division SaaS, China Mobile et China Telecom pour l'activité ICX).

en € / action	2019e	2020e	2021e
BNA dilué	0,04	0,06	0,08
var. 1 an	+13,5%	+49,2%	+39,0%
Révisions	+2,5%	+5,6%	+4,5%

au 31/01	2019e	2020e	2021e
PE	28,7x	19,2x	13,8x
VE/CA	1,35x	1,17x	0,99x
VE/EBITDA	15,5x	11,9x	8,6x
VE/EBITA	18,8x	14,4x	10,1x
FCF yield*	2,0%	4,6%	7,0%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours actuel (€)	1,08
Nb d'actions (m)	16,0
Capitalisation (m€)	17
Capi. flottante (m€)	4
ISIN	ES0105089009
Ticker	LLN-ES
Secteur DJ	Communications

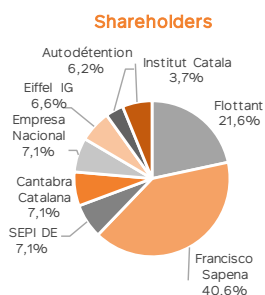
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+39,4%	+13,7%	+16,1%
Variation relative	+37,7%	+14,3%	+7,3%

Source : Factset, estimations Invest Securities

THESE D'INVESTISSEMENT

Après deux années de croissance organique impressionnante (+27,7% en 2017, +25,5% en 2018) liée au fort développement de ses activités SaaS (signature électronique et communications certifiées) et ICX (négoce international de SMS), Lleida poursuit son développement en amplifiant son internationalisation (Afrique du Sud, Moyen-Orient, Amérique Latine), sur le modèle de sa réussite en Colombie, et en continuant sa conquête commerciale sur son marché domestique. Ceci lui donnera un levier opérationnel sur ses marges et lui permettra d'augmenter très significativement sa génération de FCF.

DONNÉES FINANCIÈRES



Données par action	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BNA publié	n.a	-0,03	-0,09	0,00	0,02	0,05	0,06	0,09
BNA corrigé dilué	n.a	-0,07	-0,07	0,01	0,03	0,04	0,06	0,08
Ecarts / consensus	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
P/E	n.a	n.a	n.s.	59,2x	28,1x	28,7x	19,2x	13,8x
VE/CA	n.a	n.a	1,56x	1,23x	1,26x	1,35x	1,17x	0,99x
VE/EBITDA ajusté	n.a	n.a	n.s.	23,4x	17,4x	15,5x	11,9x	8,6x
VE/EBITA ajusté	n.a	n.a	n.s.	35,7x	20,4x	18,8x	14,4x	10,1x
FCF yield op. avt BFR	n.a	n.a	n.s.	0,3%	3,0%	2,0%	4,6%	7,0%
FCF yield opérationnel	n.a	n.a	n.s.	2,8%	3,7%	1,8%	4,2%	6,6%
Rendement	n.a	n.a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cours en €	n.a	n.a	0,75	0,66	0,93	1,08	1,08	1,08
Capitalisation	n.a	n.a	11,46	10,02	14,04	16,26	16,26	16,26
Dette Nette	n.a	n.a	2,38	2,29	1,65	1,58	0,94	-0,05
Valeur des minoritaires	n.a	n.a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions/ quasi-dettes	n.a	n.a	0,16	0,03	0,09	0,09	0,09	0,09
+/- corrections	n.a	n.a	-1,82	-0,21	-0,19	-0,34	-0,34	-0,34
Valeur d'Entreprise (VE)	n.a	n.a	12,17	12,13	15,59	17,59	16,95	15,96

Compte résultat (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CA	9,13	8,41	7,78	9,88	12,36	13,06	14,50	16,04
var.	n.s.	-7,9%	-7,5%	+27,1%	+25,1%	+5,7%	+11,1%	+10,6%
EBITDA ajusté	-0,52	-0,85	-0,42	0,52	0,90	1,13	1,43	1,86
EBITA ajusté	-0,62	-0,95	-1,18	0,34	0,77	0,93	1,18	1,58
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+125,6%	+22,0%	+25,9%	+34,2%
EBIT publié	0,29	-0,70	-1,30	0,27	0,53	1,01	1,32	1,81
Résultat financier	-0,15	0,16	-0,11	-0,21	-0,12	-0,03	-0,06	-0,03
IS	-0,02	0,14	0,00	0,00	-0,14	-0,24	-0,31	-0,45
SME+Minoritaires	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	0,12	-0,39	-1,41	0,06	0,27	0,73	0,94	1,34
RN pdg corrigé	-0,56	-0,82	-1,02	0,17	0,50	0,57	0,85	1,18
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+195,2%	+13,5%	+49,2%	+39,0%

Tableau de flux (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA ajusté	-0,52	-0,85	-0,42	0,52	0,90	1,13	1,43	1,86
IS théorique / EBITA ajusté	0,00	0,00	0,00	-0,08	-0,19	-0,23	-0,29	-0,39
Total capex	-0,65	-0,57	-0,18	-0,40	-0,23	-0,55	-0,35	-0,35
Operating FCF bef. WCR	-1,16	-1,42	-0,60	0,03	0,47	0,35	0,78	1,11
Change in WCR	0,54	-1,14	0,30	0,30	0,10	-0,04	-0,08	-0,06
Operating FCF after WCR	-0,63	-2,56	-0,29	0,34	0,57	0,31	0,70	1,06
Acquisitions/disposals	0,00	0,14	-0,79	0,09	0,31	-0,15	0,00	0,00
Capital increase/decrease	0,00	4,16	-0,07	-0,08	-0,04	0,00	0,00	0,00
Dividends paid	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other adjustments	-0,18	0,19	0,80	-0,26	-0,21	-0,09	-0,07	-0,06
Published FreeCash Flow	-0,81	1,93	-0,35	0,08	0,64	0,08	0,64	0,99

Prochains événements

nd

Balance Sheet (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Assets	5,87	6,56	5,93	4,46	4,14	4,71	4,96	5,25
Intangible assets/GW	3,86	4,29	3,64	3,85	3,84	3,91	4,05	4,28
WCR	0,33	1,32	0,98	0,73	0,67	0,70	0,78	0,84
Group equity capital	2,09	5,85	4,37	2,87	3,07	3,75	4,71	6,06
Minority shareholders	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,15	0,00	0,16	0,03	0,09	0,09	0,09	0,09
Net financial debt	3,96	2,02	2,38	2,29	1,65	1,58	0,94	-0,05

Financial ratios (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Adjusted EBITDA/Sales	n.s.	n.s.	n.s.	5,2%	7,2%	8,7%	9,8%	11,6%
Adjusted EBITA/saled	n.s.	n.s.	n.s.	3,4%	6,2%	7,2%	8,1%	9,8%
Adjusted Net Profit/Sales	n.s.	n.s.	n.s.	1,7%	4,0%	4,3%	5,8%	7,3%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	6,5%	15,9%	17,3%	20,5%	25,9%
ROE adjusted	n.s.	n.s.	n.s.	5,9%	16,3%	15,1%	18,0%	19,4%
Gearing	189,2%	34,5%	54,3%	79,8%	53,9%	42,0%	20,0%	n.s.
ND/EBITDA (in x)	n.s.	n.s.	n.s.	4,4x	1,8x	1,4x	0,7x	0,0x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

ANALYSE SWOT

FORCES

- Capacité d'anticipation et agilité
- Société rentable et génératrice de cash
- Expansion rapide sur le marché de la signature électronique

FAIBLESSES

- CA volatile d'un trimestre à l'autre
- Activité à valeur ajoutée limitée dans la division SMS

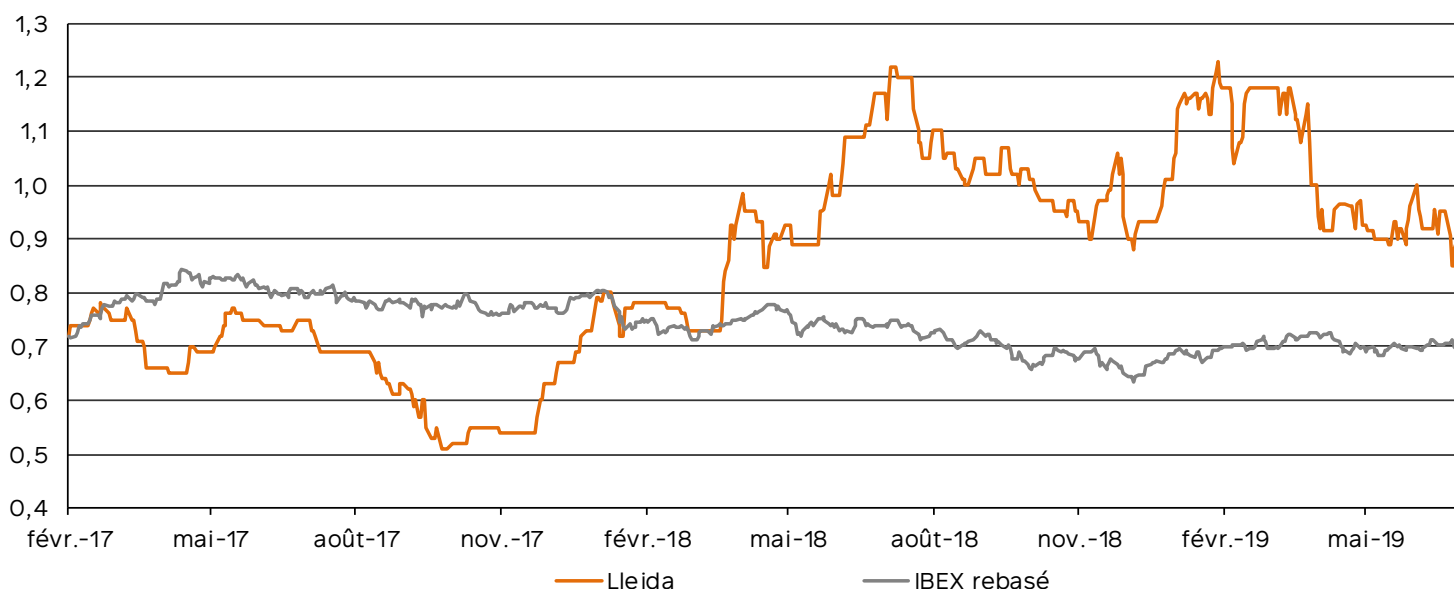
OPPORTUNITES

- Développement à l'international grâce à des partenaires locaux
- Ventes croisées, notamment dans la division SaaS
- Petites acquisitions pour compléter la gamme

MENACES

- Echec du développement dans certains pays
- Possible ralentissement de la croissance des SMS A2P

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS L'INTRODUCTION EN BOURSE



DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
Lleida	Non	Non	Oui	Non	Oui	Oui	Oui

AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions et/ou obligations émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement Européen sur les abus de marché. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens des articles L.411-2, D.411-1 et D.411-4 du Code monétaire et financier. Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@invest-securities.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@invest-securities.com

Anne Bellavoine
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Johann Carrier
Stock-Picking

+33 1 44 88 77 88
jcarrier@invest-securities.com

Bruno Duclos
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@invest-securities.com

Benoit Faure-Jarrosson
Immobilier

+33 1 44 88 77 88
bfaure-jarrosson@invest-securities.com

Christian Guyot
Biens de Consommation

+33 1 80 97 22 01
cguyot@invest-securities.com

Matthieu Lavillunière, CFA
Technologie

+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@invest-securities.com

Ludovic Martin, CFA
Biens de Consommation

+33 1 73 73 90 36
lmartin@invest-securities.com

Vladimir Minot
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
vminot@invest-securities.com

Thibault Morel
Technologie

+33 1 44 88 77 97
tmorel@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Automobile

+33 1 73 73 90 35
jlsampe@invest-securities.com

Olga Smolentseva
Biotechs

+33 1 44 88 88 09
osmolentseva@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci
Medtechs / Biotechs

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

SALLE DE MARCHÉ

François Habrias
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 70
fhabrias@invest-securities.com

Dominique Humbert
Vendeur-Négociateur

+33 1 55 35 55 64
dhumbert@invest-securities.com

Bertrand Le Mollé-Montanguon
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
blmm@invest-securities.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@invest-securities.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65
kstuart@invest-securities.com

Renaud Vallette Viallard
Vente Institutionnelle

+33 1 72 38 26 32
rvv@invest-securities.com

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 71
fvals@invest-securities.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

+33 1 55 35 55 66
troussilhe@invest-securities.com

Claude Bouyer
Senior Advisor

+33 1 44 88 88 02
cbouyer@invest-securities.com